

Glavanits Judit
A gazdasági válság hatása a kockázati tőkealapok szabályozására*

ABSZTAKT

A 2008-as évhez kötődő pénzügyi és gazdasági válság számos szabályozási kérdést vetett fel világszerte. Természetes reakcióként a jogalkotók a pénzügyi piacok egyes intézményeire, illetve azok egyes szereplőire vonatkozó szabályok gyors újragondolásában látják biztosítva az újabb piaci válság elkerülhetőségét. Ez a jogalkotási dőmping megfigyelhető az Egyesült Államokban éppúgy, mint az Európai Unióban. Jelen tanulmány célja, hogy bemutassa azokat a jogszabályi változásokat, amelyek kifejezetten a kockázati tőkealapokat érintették, közvetlen összefüggésben a gazdasági válsággal. Az elemzés központi gondolata, hogy a kockázati tőkebefektetések körüli terminológiai bizonytalanság döntő hatású lehet egy olyan helyzetben, amikor a kockázati tőkealapok és tőkealap-kezelők piaci elhelyezkedése és jövőbeli növekedési potenciálja a változások tárgya[†].

Kulcsszavak: kockázati tőkealapok, pénzügyi válság, Dodd-Frank törvény, Európai Kockázati Tőkealap

JEL: G24, K22, F21

ABSTRACT

The effect of the financial crisis on the regulation of venture capital funds

The financial and economic crises dated from 2008 raises several issues of regulation globally. As a natural reaction governments see the fast reconsideration of regulations on financial actors and markets as a security to avoid a next market crisis. This regulatory dumping can be observed both in the USA and in the EU. The main goal of this study is to show the current changes in law that effect directly the venture capital funds strictly in connection with the financial crisis. The central theory of the study is that the terminological uncertainty can be crucial in a situation when the venture capital funds and fund-managers market positioning and the future growing potential are the objects of changes.

Keywords: venture capital funds, financial crisis, Dodd-Frank Act, European Venture Capital Fund

JEL: G24, K22, F21

Bevezető gondolatok

A kockázati tőkebefektetések, mint gazdasági-piaci jelenségek egyrészt a közgazdaságtudomány, másrészt a jogalkalmazók számára is relatíve tisztázatlan fogalomnak számítanak. Minthogy sokáig nem is létezett olyan jogforrás, amely ezen ügyleteket azonosította volna, nem volt autentikus értelmezése a kockázati tőkebefektetésnek sem. A gazdasági szakirodalom ugyan kialakított egy terminológiát, amelyet az angolszász, elsősorban az Egyesült Államokból kiinduló szakmai zsargonból vett át a tudományos élet, ugyanakkor a fogalmi körbe vonható ügyletek és szereplők köre sokáig nem volt tisztázott (Glavanits 2012a). A tanulmány szerzője a kockázati tőkebefektetések alatt érti az angolszász *venture capital* fogalom alá tartozó olyan megállapodásokat, amelyeknek lényege tőzsdén nem

* Megjelent: Külgazdaság Jogi Melléklete 2013: (3-4) pp. 25-41.

[†] PhD, egyetemi tanársegéd, Széchenyi István Egyetem, Deák Ferenc Állam- és Jogtudományi Kar. Mail: gjudit@sze.hu. A tanulmány a szerző doktori disszertációjának (A kockázati tőkebefektetések egyes jogi aspektusai, Győr, 2012b) egy fejezetéből készült összefoglaló.

jegyzett, nagy növekedési potenciállal rendelkező gazdasági társaságban való tulajdonszerzés, amelynek célja a társaság értékének növelése a tőke biztosításán túl a társaság vezetésében való részvétel útján, valamint az így megszerzett tulajdoni hányad nagy haszonnal történő értékesítése.

A 2008-as évhez kötődő pénzügyi/gazdasági válság okairól, lefolyásáról és várható következményeiről a közelmúltban számos szakirodalmi forrás jelent meg. Ezek közül egyesek döntő jelentőségű, pusztító erejű válságként jellemzik (Soros 2008), mások magának a kapitalista rendszernek a végét látják az eseménysorban (Friedman 2011), míg megint mások objektív tényezőkre visszavezethető természetes következményként jellemzik (Stiglitz 2009, Wallisson 2008). A válság hatásainak enyhítése érdekében, de főként egy újabb válsághullám megelőzésére a nemzeti kormányok a pénzügyi segélycsomagok mellett jogi válaszokat is kerestek. Az Egyesült Államok szövetségi törvényhozása által elfogadott legfontosabb jogforrás, az alábbiakban ismertetésre kerülő Dodd-Frank törvény, illetve ezzel párhuzamosan az EU intézményei által kidolgozott, az alternatív befektetési alapkezelőkről szóló irányelv hivatottak a két gazdasági nagyhatalom pénzügyi intézményrendszere szabályozásának gyökeres átalakítására. Mindkét jogforrás jelentős hatással van a kockázati tőkealapok és magántőke-alapok szabályozására is, valamint a harmadik országokban bejegyzett pénzügyi szolgáltatók tevékenységét is mindkét forrás a korábbinál jóval szigorúbban szabályozza.

A Dodd-Frank törvény és releváns végrehajtási szabályai

A Dodd-Frank Act, vagyis a Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Wall Street reform és fogyasztóvédelmi törvény) a közgazdasági szaksajtó szerint Roosevelttől a legjelentősebb változásokat hozta az amerikai szövetségi pénzügyi rendszerben (Paletta et al 2010). A törvény egyik kiemelkedő célkitűzése volt, hogy a fedezeti alapok (*hedge fund*) működését szigorú szabályokhoz kösse, kiküszöbölve ezen alapok működéséből adódó pénzügyi, rendszerszintű kockázatokat. Ezen kockázatok csökkentését a működési adatok átláthatóbbá tételén keresztül látta a jogalkotó megvalósíthatónak, így nem magukra az alapokra, hanem az ott dolgozó befektetési tanácsadókra (*investment adviser*) nézve írt elő a korábbinál szigorúbb követelményeket az adatszolgáltatás és az adminisztráció tekintetében. A fedezeti és magántőke alapokkal kapcsolatban ugyanakkor a törvény széles körű mérlegelési jogkört telepít olyan intézményekre, mint az Értékpapír- és Tőzsd felügyeleti Bizottság, *Securities and Exchange Commission* (SEC), a Központi Bank, *Federal Reserve* (FED) és a létrehozandó Pénzügyi Stabilitást Felügyelő Tanács, *Financial Stability Oversight Council* (FSOC), amelyek a végrehajtáshoz szükséges részletszabályokat alkotják meg. Csak az Értékpapír- és Tőzsd felügyeleti Bizottság számára 90 témakörben ró jogszabály-alkotási kötelezettséget a törvény, a legtöbbre nézve a törvény hatályba lépésétől számított 1 éves határidővel.

A Dodd-Frank törvény IV. fejezete tartalmazza a fedezeti és magántőke-alapokra vonatkozó új előírásokat, amely keretében módosítja az 1940-es, befektetési tanácsadókról szóló törvényt is, döntő változásokat hozva a regisztrált befektetési tanácsadók regisztrációs eljárásában. A korábbi szabályozás szerint a magántőke alapok azon privát tanácsadóinak (*private investment adviser*), akik 15 befektetési társaságnál kevesebb ügyféllel rendelkeztek, és nem gyűjtöttek nyilvános felhívással ügyfeleket magukat befektetési tanácsadóként feltüntetve, nem kellett regisztrálniuk az Értékpapír- és Tőzsd felügyeleti Bizottságnál. Ez nem csak adminisztratív könnyítést jelentett, hanem anyagi jellegű is, mivel a regisztrációs és éves tagsági díj meglehetősen magas. Ezen túl a Bizottság ellenőrzési és felügyeleti jogkörrel is rendelkezik ezen befektetési tanácsadók tevékenysége felett. A törvény a „magán alapok” (*private funds*) közé sorolja a fedezeti alapokat, a magántőke-alapokat és más olyan célzott

befektetési stratégiával rendelkező alapokat (*pooled investment vehicles*), amelyek nem esnek az 1940-es Befektetési Törvény hatálya alá. Ezek az alapok vagy zártkörű kibocsátás révén jöttek létre és 100-nál kevesebb tulajdonossal rendelkeznek, vagy zártkörű alapítás során tulajdonosaik kizárólag minősített vevők (*qualified purchaser*). A minősített vevő definíciója az 1940-es Befektetési törvény szerint a személy vagyonán, illetve vagyonkezelésében lévő vagyontömegben alapszik azon az elven, hogy ha egy természetes vagy jogi személy képes egy komolyabb vagyont felmutatni, annak a pénzügyi képességei is az átlagnál magasabbak. A Kongresszus által meghatározott (hatályos) értékhatárok: magánszemélyek esetén 5 millió USD, jogi személy esetén 25 millió USD vagyon.

A Dodd-Frank törvény a befektetési tanácsadók regisztrációs kötelezettségét kiterjeszti minden befektetési tanácsadóra (*investment adviser*), kivéve 3 csoportot: a kockázati tőkealapok tanácsadói, a középmeretű magántőke-alapok tanácsadói, illetve bizonyos külföldi befektetési tanácsadók kivételként szerepelnek oly módon, hogy a kivételekhez tartozó részletszabályokat és értelmező rendelkezéseket a Bizottság jogalkotási körébe utalja.

A törvény indoklása szerint ugyanis a kivételként meghatározott csoportok mögött álló intézmények nem képviselnek akkora tőkenagyságot, amely rendszerszintű kockázatokat rejtene magában, így a befektetési alapkezelők befektetési tanácsadóira vonatkozó szigorú (és költséges) előírásokat az ő esetükben nem kell alkalmazni. A kockázati tőkealapok meghatározása így a végrehajtási szabályok kardinális elemévé lépett elő.

A szabályozás tekintetében a SEC-nek jogalkotási kötelezettsége körében a szövetségi törvényhozás történetében először kellett elkülöníteni egymástól a magántőke-alapokat és a kockázati tőkealapokat *per definitionem*. A SEC több szakmai szervezet állásfoglalását is kérte a fenti distinkció szakszerű megoldásához. A kockázati- és magántőke ágazat érdekképviselői szerve, a Nemzeti Kockázati Tőke Egyesület (*National Venture Capital Association* – NVCA) hívja fel a figyelmet nyilvános észrevételében a terminológiai különbségekben rejlő veszélyekre. Az NVCA tájékoztatása szerint az Egyesült Államokban mintegy 15-20 évre visszamenőleg a magántőke elnevezés használatos számos olyan vagyontömeg-formára, amelynek része a kockázati tőke, a kivásárlási tőke, és még számos ügylettípus, amelyek célja és módszere egymástól lényeges eltéréseket mutat. Ennek eredményeként a nagy befektetői múlttal rendelkező társaságok dokumentumaikban következetesen a különböző befektetési formákra egyformán jellemző magántőke kifejezést használták.

A SEC 2011. július 21-i hatálybalépéssel jelentette be a végrehajtási jogforrást (Securities and Exchange Commission, 17 CFR Part 275, Release No. IA-3222; File No. S7-37-10, RIN 3235-AK81), amelyet széles körű társadalmi egyeztetés előzött meg. A vitában részt vevő társadalmi szervezetek két, a végleges szövegtől eltérő értelmezést is ajánlottak a Bizottságnak. Az egyik álláspont szerint a legnagyobb kockázati tőke múlttal rendelkező Kalifornia állam törvényhozásának definíciója lehet alkalmas a kockázati tőke és a magántőke fogalmának elhatárolására. A Bizottság ezt azért vetette el, mert a Dodd-Frank törvény célja az volt, hogy a lehető legszűkebb értelmezését adja a kockázati tőkének és a kockázati tőke-alapoknak, míg a hivatkozott tagállami szabályozás éppen a kettő rész-egész viszonyát hangsúlyozva tág értelmezési keretet ad (Californai Code of Regulations, Title 10, Rule 260.204.9. (3) és (4) bekezdés.). A társadalmi egyeztetés egy másik csoportját képezték azok, akik a kockázati és magántőkét a vállalati méret alapján látták megkülönböztethetőnek, és a kockázati tőke-alapokat, mint a „kis” vállalatokba fektető alapokként látták definiálhatónak. A méret-meghatározás (ti. mi a kisvállalkozás) azonban a Bizottság állásfoglalása szerint még problematikusabb, mint az eredeti kérdés, vagyis hogy mi a kockázati tőke-alap.

Az Értékpapír- és Tőzsd felügyeleti Bizottság által elfogadott végleges definíció a következő (Investment Advisers Act of 1940. § 275.203(l)-1, a szerző saját fordításában.):

A kockázati tőke-alap olyan magán alap, amely

- (1) a befektetők és potenciális befektetők felé úgy jelenik meg, mint kockázati tőke típusú stratégiát folytató alap,
- (2) a minősített befektetésektől és rövidtávú befektetéseitől különböző vagyonelemeinek megszerzése után közvetlenül jegyzett és megfizetett vagy még meg nem fizetett együttes vagyonának nem több, mint 20%-át tarthatja nem minősített befektetéseken (amelyek nem minősülnek átmeneti tulajdonszerzésnek), amelyeket beszerzési vagy valós értéken tart nyilván az alap, és amely értéket folyamatos működése során is figyelembe veszi
- (3) nem kölcsönöz vagy nem bocsát ki hitelviszonyt megtestesítő kötvényt, nem nyújt garanciát vagy nem biztosít más módon tőkeáttételt a jegyzett és befizetett valamint be nem fizetett tőke 15%-át meghaladóan, valamint az ilyen jellegű kölcsönzés, hitel, garancia vagy tőkeáttétel futamideje nem megújíthatóan nem haladhatja meg a 120 naptári napot, kivéve azokat a garanciavállalásokat, amelyeket a minősített céltársaság kötelezettségvállalása biztosítására köthet 120 napon túl is
- (4) kizárólag olyan értékpapírokat hoz fogalomba, amelyek nem biztosítanak a tulajdonosnak a rendkívüli körülmények kivételével többletjogokat, mint a visszalépés, visszavásárlás és visszavételi jog, de lehetőséget biztosíthat a tulajdoni hányadok arányában megillető kifizetésekre, valamint
- (5) nem regisztrálták a Befektetési társaságokról szóló törvény 8. szakaszának megfelelően (Section 8 of the Investment Company Act of 1940, 15 U.S.C. 80a-8) és nem választották meg mint vállalkozásfejlesztő társaság (BDC) ugyanezen törvény 54. szakaszának megfelelően (15 U.S.C. 80a-54).

A SEC előzetes számításai szerint az új szabályozás mintegy 800 aktív befektetési tanácsadót érint, akik a *grandfather clause* miatt regisztráció nélkül folytathatják tevékenységüket. A *grandfather clause*, vagy *grandfathering* kifejezés eredeti az amerikai polgárháborúig vezethető vissza, amikor az afroamerikai lakosság szavazati jogának korlátozására bevezettek egy új választójogi szabályt. Eszerint súlyos anyagi cenzushoz és írástudáshoz kötötték a választójogot, de kivételt képeztek ez alól azok, akik felmenői (nagyszülei) polgárháborús veteránok voltak, és életükben rendelkeztek választójoggal. A kifejezés mai értelmében olyan szabályt jelöl, amely korábban szerzett jogokra tekintettel kivételt enged egy új szabályozás alól. (erről részletesebben: Riser 2006) Ez a kivétel azon befektetési alapok esetén alkalmazandó, amelyek 2011. július 21. előtt az alap jegyzését befejezték, még ha a jegyzett tőkét nem is fizették meg ezen időpontig. A befektetési alap elnevezésében sem kell szerepelnie a kockázati tőkealap kifejezésnek, ugyanakkor a kockázati tőkealapokra jellemző befektetési stratégiával kell rendelkeznie. A stratégia milyenségének megítélésére felhasználható minden olyan közlemény, amelyet az alap a befektetők vagy potenciális befektetők felé elérhetővé tesz.

A piacra újonnan belépő tanácsadók által menedzselt alapok számára választási lehetőség adott, hogy a kockázati tőke-alapokra vonatkozó definíciós keretek között folytatják a tevékenységüket, vagy ha attól eltérően (praktikusan) magántőke-alapként működnek, akkor a tanácsadók regisztrációs díja egyszeri 45.000 USD nagyságrendet jelent, az éves adminisztrációs és működési költségek pedig évente mintegy 50.000 USD többletkiadást jelentenek.

A külföldi befektetési tanácsadókra vonatkozó szabályozás a törvény 275.202(a)(30)-1 szakaszában található. Az Európai Unió és az Egyesült Államok, mint stratégiai és befektetési partnerországok viszonylatában döntő fontosságú az a kérdés, hogy a másik államában bejegyzett társaságok milyen feltételekkel tudnak befektetni, tőkét irányítani az adott térségbe. Ebből a szempontból a kockázati tőkealapok vonatkozásában az Egyesült Államok törvényhozása sokkal gyorsabb volt, mivel több mint egy évvel korábban szabályozták ezt a piacot, mint az Európai Unió Tanácsa és Parlamentje.

A Dodd-Frank törvényt megelőző szabályozás értelmében egy külföldi befektetési tanácsadó akkor nem volt alanya a regisztrációs eljárásnak, ha tevékenysége megfelelt a tanácsadókról szóló törvény 203. szakaszának és nem rendelkezik 15-nél több ügyféllel. Az ügyfelek számításánál kizárólag a Egyesült Államokban honos kockázati tőketársaságokat kellett figyelembe venni, így azok a társaságok, amelyek ugyan más államban bejegyzettek, de az Államok területén tevékenységet folytattak, nem számítottak a 15-ös korlátnál.

Az új szabályozás szerint a regisztráció alóli kivételek közé tartozó külföldi befektetési tanácsadó mindaz, aki nem rendelkezik székhellyel az Egyesült Államok területén, 15-nél kevesebb olyan ügyfele (*client*) van, aki az Egyesült Államokban honos, vagy az Egyesült Államokban magántőke alapok befektetője (*investor*). Az új szabályozás átalakítja a ügyfél (*client*) fogalmába tartozók körét az alábbiak szerint: Egy ügyfélnek kell számítani a természetes személyt, annak kiskorú leszármazóját vagy más, vele egy lakcímen bejegyzett hozzátartozóját, azon bankszámláját és célvagyonát, amelyek tekintetében kizárólagos kedvezményezett. Egy ügyfélnek kell számítani a jogi személyt, tulajdonosát, vagy más jogi személyű gazdasági társaságot, ha a tanácsadási tevékenység ezen gazdasági tevékenységhez kapcsolódó befektetést érint, és nem a gazdasági társaság mögötti tulajdonosi befektetéseket. Amennyiben a tanácsadási tevékenység kiterjed a tulajdonos magánvagyonára is, úgy őt külön ügyfélnek kell tekinteni.

Szintén definiálja a jogszabály a befektető (*investor*) fogalmát, amennyiben befektető mindaz, aki (i) egy magán alap elsőbbségi részvényeinek kedvezményezett tulajdonosai közé számít, akkor is, ha elsőbbségi részvények kizárólagos tulajdonosa minősített vevő (*qualified purchaser*) (ii) illetve a rövid futamidejű értékpapírok elsőbbségi tulajdonosa. Ha a fent jellemzett befektető a tanácsadó által menedzselt több alapba is befektet, akkor őt egy befektetőnek kell számítani.

A gazdasági és jogi szakajtó kiemeli, hogy bár fontos eleme a Dodd-Frank törvényhez kapcsolódó jogalkotásnak, hogy definiálja az egyes kockázati és magántőke-alapokhoz tartozás részletes feltételeit, ugyanakkor a jelentéstételi kötelezettség (*reporting*) folytán az adminisztratív és anyagi teher nem lett sokkal kisebb azon tanácsadók részére, akik ezen befektetési alapok menedzsmentjeként működnek.

A regisztrációra kötelezett tanácsadókhöz képest a kivételt képező tanácsadók jelentései részleteiben kisebb terjedelműek, ugyanakkor a fizetendő eljárási díj megegyezik a regisztrált tanácsadók által fizetett díjjal, amely a kezelt vagyontömeg nagyságától függően 40 és 225 USD között változik. A jelentésekhez használt formanyomtatványok is azonosak, csak a rajtuk kötelezően megjelenítendő információ mennyisége különböző. A jelentési kötelezettségnek először 2012. január 1. és 2012. március 30 között kellett eleget tenniük a kedvezményezett befektetési tanácsadóknak.

Az EU alternatív befektetési alapkezelőkről szóló irányelve

Az Európai Parlament 2008. szeptember 23-i ülésén szőlította fel a Bizottságot, hogy dolgozzon ki részletes jogalkotási javaslatot, jogalkotási javaslatot, amely lefedi az összes lényeges pénzügyi résztvevőt, azon belül a fedezeti alapokat és a magántőke-befektetési alapokat. A Bizottság az előkészítés során nagyban támaszkodott a Rasmussen-jelentésre, illetve a Larosiére-jelentésre, amelyek egyértelműen kiemelték a szigorúbb szabályozás szükségességét az ágazatban. Ehhez előfeltételként szükséges volt az európai pénzügyi piacokon az új felügyeleti rendszer kidolgozása. A Bizottság 2009-es közleménye az Európai pénzügyi felügyeletről vázolta fel azt a rendszert, amelyben a tagállami együttműködés megvalósulásával egyidejűleg mind makro-, mind mikroszinten ellenőrizhetőek a kockázatot jelentő pénzügyi intézmények (A Bizottság közleménye. Európai pénzügyi felügyelet. COM(2009) 252 végleges). A felügyeleti rendszer átalakításával párhuzamosan készítette elő

a Bizottság az alternatív befektetési alapkezelőkről szóló irányelvet is. Az alternatív befektetési alapokat a bizottsági előterjesztések úgy határozzák meg, mint olyan alapok, amelyekre nem terjed ki az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra vonatkozó törvényi, rendeleti, és közigazgatási rendeletek összehangolásáról szóló irányelv (ÁÉKBV-irányelv). A 2009/65/EK irányelv szerint azok a vállalkozások minősülnek ÁÉKBV-nek (1) amelyek kizárólagos célja a befektetőktől nyilvánosan bevont tőke átruházható értékpapírokba vagy egyéb likvid pénzügyi eszközökbe történő befektetése, és amelyek a kockázatmegosztás elvén működnek; és (2) amelyek befektetési jegyeiket a tulajdonosok kérésére közvetlenül vagy közvetve eszközeik terhére vásárolják vagy váltják vissza. Amennyiben az ÁÉKBV intézkedést tesz annak biztosítása érdekében, hogy befektetési jegyeinek tőzsdei értéke és nettó eszközértéke ne térjen el jelentősen, ezt a fent említett visszavásárlással vagy visszaváltással egyenértékűnek kell tekinteni.

Praktikusan a fentiek alapján működő befektetési vállalkozás egy olyan befektetési „esernyő struktúrát” jelent, amely alatt számos eltérő működési mechanizmusban, piaci szegmensben és célban érdekelt „részalap”, azaz sok különböző fajta kollektív befektetési vállalkozás is működhet. Ez azt jelenti, hogy a befektető egyetlen értékpapír megvásárlásával több másik kollektív befektetési vállalkozás értékpapírjába fektet és azok befektetési értékének a növekedését is élvezheti. Ezen vállalkozások alapíthatók mind a kötelmi jog alapján (alapkezelő társaság által kezelt közös alapokként), mind a befektetési alapokra vonatkozó jogszabályok alapján (zártvégű alapként), mind pedig a társasági jog alapján (befektetési társaságokként, vagy befektetési vállalkozásokként). Az alternatív befektetési alapkezelők tehát mindazon befektetési alapok, amelyek nem sorolhatók a fenti kategóriába. A szabályozás célja, hogy harmonizált szabályozást valósítson meg ezen a területen, a jogszabályok folyamatos közelítése, és végül egységesítése mentén.

Az alternatív befektetési alapkezelőkről szóló irányelv előkészítése és elfogadása során mind a Bizottság, mind a véleményező szervek rögzítették, hogy a gazdasági válság nem elsősorban ezen alapkezelők és az általuk kezelt alapok tevékenységének következménye. Így az irányelv elsődleges célja nem az, hogy engedélykötelessé tegye ezen alapkezelők működését, csupán az, hogy a felügyeleti hatóságok számára releváns információkat szolgáltatassanak a főbb eszközökről, amelyekkel kereskednek, valamint arról, hogy a kezelésükben lévő befektetési alapok milyen főbb kitétségekkel rendelkeznek, és melyek a főbb céljaik. A tagállami szabályozás hatálya alatt azonban nem kizárt, hogy az irányelvnél szigorúbb szabályozást vezessenek be a tagállamok.

A kockázati tőkealap-kezelők számára döntő fontosságú kérdés, hogy a meghatározás alapján az irányelv hatálya alá tartoznak-e, és ha igen, milyen új feltételei vannak a szabályszerű működésnek.

A tőkepiacról szóló 2001. CXX. törvény 296/G.§ (1) bekezdés második fordulata alapján a kockázati tőkealap kizárólag határozott futamidőre, vissza nem váltható kockázati tőkealap-jegyek zártkörű forgalomba hozatalával hozható létre. A 2009/65/EK irányelv 3. cikke szerint nem tartoznak az irányelv hatálya alá (1) a zártvégű kollektív befektetési vállalkozások (2) azok a kollektív befektetési vállalkozások, amelyek anélkül szereznek tőkét, hogy befektetési jegyeiket a Közösségben vagy annak egy részén nyilvánosan értékesítenék. A kockázati tőkealapok így nem tartoznak ezen irányelv hatálya alá, vagyis alternatív befektetési alapoknak minősülnek.

Az alternatív befektetési alapok alapkezelői tekintetében a szabályozás elsődleges célja a nagy tőkeáttétellel működő fedezeti alapok (*hedge fund*) és magántőke-alapok szabályozása volt, de minthogy a magántőke-alapok részhalmazaként értelmezi a EU a kockázati tőkealapokat is (Glavanits 2012a), ezért a kockázati tőkealap-kezelők is az új irányelv hatálya alá tartoznak. A Bizottság által előterjesztett szöveg véleményezés során az Európai Központi Bank megfogalmazta azt az aggályát, mely szerint az irányelv a fedezeti alapokra, áru-befektetési

alapokra, nyíltvégű ingatlanalapokra, a magántőke-alapokra és a kockázati tőkealapokra is vonatkozik. Ezek az alapok a befektetések olyan heterogén csoportját alkotják, amelyek különböző országokban, különböző formákban és szabályok szerint szerveződtek, ugyanakkor a működési különbségeiket az irányelv nem veszi figyelembe.

Az Európai Gazdasági és Szociális bizottság véleménye szerint, elismerve az irányelv hatálya alá tartozó társaságok sokszínűségét, az irányelvnek egységesen biztosítania kell a hiányzó lehetőséget az átláthatóság irányában történő előrelépésre az alternatív alapok ágazatában.

Az irányelv a magántőke alapokon belül értelmezett kockázati tőkealapok számára két módon biztosít mentességet az engedélyezési eljárás alól. Egyrészt, az összesen kevesebb, mint 100 millió euró értékű eszközökből álló portfóliókat kezelők mentesülnek az irányelv rendelkezései alól. A küszöb 500 millió euróra emelkedik azon alapkezelők esetében, amelyek csak nem tőkeáttétellel finanszírozott alapokat kezelnek, és amelyek a befektetőknek nem biztosítanak visszaváltási jogot az alap létrehozásának dátumát követő öt éven belül (*de minimis* mentességek).

Mentességi ok továbbá, amikor az alapkezelő, illetve az általa kezelt alap tőzsdén nem jegyzett társaságban való befolyásoló részesedés szerzése esetén akkor mentesül a bejelentési kötelezettség alól, amennyiben a céltársaság kis- és középvállalkozásnak minősül.

Szintén könnyítés, hogy az amerikai szabályozáshoz hasonlóan a már működő, zártvégű alapok számára adott a lehetőség, hogy ha a tagállamok számára átültetési időszakként meghatározott átmeneti időszak lezárulta után (várhatóan 2013 során) nem valósítanak meg befektetéseket, nem tartoznak az irányelv hatálya alá. Hasonlóan, azok a zártvégű befektetési alapok, ahol a jegyzési időszak lezárul az irányelv hatályba lépése előtt, és amelyek legfeljebb 2016-ig működnek, alapkezelőik mindössze éves jelentéstételre lesznek kötelezettek (*grandfathering*).

Az irányelv hatálya alóli mentesülés azonban nem jelent teljes mentességet az engedélyezési folyamat egésze alól. Az irányelv 2a. cikk (3) bekezdése értelmében a *de minimis* mentességet élvező alapkezelők is bejegyzés-kötelesek a székhelyük szerinti tagállamban, az illetékes hatóságoknak információt kell szolgáltatnia a bejegyzés időpontjában, majd a működés alatt folyamatosan arról, hogy milyen főbb eszközökkel kereskedik, valamint hogy a kezelésében lévő alternatív befektetési alapok milyen fontosabb kitettséggel rendelkeznek és melyek a fontosabb koncentrációik, hogy az illetékes tagállami hatóságok hatékonyan nyomon követhessék a rendszerszintű kockázatokat. A hatály alá nem tartozó alapkezelők ugyanakkor az EU-útlevélből adódó előnyökkel sem rendelkeznek, így lehetőségük van önként vállalni az irányelv alá tartozást.

Tekintettel arra, hogy a kockázati- és magántőke piac globalizált, a befektetői csoportok által legnagyobb vitát a nem uniós jogalanyok helyzetével kapcsolatos szakaszok váltották ki.

Az elfogadott intézkedések összehasonlító elemzése

A pénzügyi válság utáni időszakban egyfajta szabályozási versenyhelyzet állt elő a pénzügyi piacokon: ki lehet az első, és ki fogja követni a másik megkezdett munkáját. Az időbeliségben az Egyesült Államok ugyan korábban fogadta el a Wall Street reformjáról és a pénzügyi rendszer átalakításáról szóló Dodd-Frank törvényt, a részletszabályok kidolgozása ugyanakkor éppúgy elhúzódik, mint az Európai Unió által elfogadott, az alternatív befektetési alapkezelőkről szóló irányelv, és az ennek kapcsán módosított szabályok átültetése. Annál is inkább, mivel az EU a teljes jogharmonizációs időszakot is 2018-ig halasztotta el, de 2 éves átmeneti idő még az európai tagállamoknak is rendelkezésére áll, hogy új szabályaikat elfogadják. A gyorsaság azonban nem feltétlenül jelent minőségi elsőbbséget sem. A két jogforrás összehasonlítása során láthatjuk, hogy mindkét jogalkotó igen hasonló módszerrel, és hasonló eszközökkel látja megvalósíthatónak a pénzügyi szektor befektetési alapkezelőinek

megregulázását, illetve azon belül a kockázati tőkebefektetéseknek a speciális gazdaságpolitikai szerepét is hasonlóan értékeli.

A kockázati és magántőke-befektetések területén a szabályozás egyértelmű hasonlóságot mutat. Az Egyesült Államokban magától értetődő, Európában még mindig magyarázatra szorul, hogy a magántőke-alapok nem elsősorban felelősei a gazdasági válságnak, ugyanakkor az eddigi megengedő szabályozás ezen a területen is szigorításra szorul. Mindkét jogalkotó szembesült a kockázati tőke és a magántőke fogalmának és tevékenysége elkülönítésének problémájával, de a konkrét megoldások alapvetően más megközelítést eredményeztek.

Az egyik legfontosabb eltérés, hogy míg az Egyesült Államokban a kérdés a kockázati tőkealap meghatározása volt, addig az Unió irányelve mindvégig az alapkezelő megközelítésében vizsgálta a kérdést. Ugyanakkor a változó szabályok az Államokban is végső soron a befektetési tanácsadókra, praktikusán a befektetési alapkezelő menedzsmentjére vonatkoztak.

Az Egyesült Államok szövetségi törvényhozása a SEC-re hárította azt a feladatot, hogy a szakmai szervezetekkel egyeztetve alkossa meg a „kockázati tőkealap” fogalmát. Maga a tevékenység, ti. a kockázati tőkebefektetés, mint ügylet továbbra is tisztázatlan marad, mindössze azok a befektetési társaságok kerülnek definiálásra, akik ezzel a speciális tevékenységgel foglalkoznak. A fentiekben már ismertetett, széles körű társadalmi egyeztetés felszínre hozott számos, korábban csak a szakirodalom által felvetett értelmezési kérdést, és a vélemények sokszínűsége predesztinálta, hogy az elfogadott törvény végül csak bizonyos csoportok elképzeléseit tükrözi vissza. Ennek ellenére igen jelentősnek mondható ez a lépés, hiszen először definiálja részletesen a jogalkotó az intézményi kockázati tőkepiac szereplőit. Ezen meghatározás az európai fogalom-meghatározásokhoz képest nem tartalmaz tőkekorlátot, ugyanakkor széles körű megkötéseket vezet be az alap által megvalósítható befektetések tekintetében. Ezen belül is az európai szabályozással rokon vonást mutat az a korlátozás, amely a tőkekihelyezést kiegészítő egyéb forrásokra, ezen belül a hitelezésre vonatkozik. A definíció tehát magát az alapot érinti, de a változó előírások az alapkezelőt, vagy befektetési tanácsadót terhelik, számára írnak elő regisztrációs kötelezettséget, vagy adatszolgáltatási kötelezettséget.

Közös elem az amerikai és európai szabályozási módszerben a már működő alapok tanácsadói, alapkezelői számára biztosított átmeneti idő, illetve kivételes eljárások, amelyekkel az új szabályok alkalmazása elkerülhető (*grandfathering* szabályok).

Az Európai Unió jogalkotási mechanizmusában korántsem ilyen egyértelmű az a szándék, hogy a relatíve kis tőkét kezelő, és a pénzügyi kockázatok terén elhanyagolható rizikófaktorral rendelkező kockázati tőkealapok kikerüljenek az új, és igen szigorú regisztrációs eljárás alól. Itt már a kezdetektől nem volt szó ezen piaci szegmens kiemeléséről, sőt, a kivételként megjelölt befektetési alapkezelői csoport sem egyértelműen a kockázati tőkeágazat kiemelését célozza, mindössze a *de minimis* elveket rögzíti. Kétségtelen, hogy ha egy kockázati tőkealap vállalja, hogy tőkeáttétel nélkül finanszíroz vállalkozásokat, akkor a legtöbb kockázati tőkealap az 500 millió eurós korlát alá kerül, valamint a célcsoport, vagyis a kis- és középvállalkozások tekintetében is, (ha a kockázati tőkealap valóban a célként megjelölt kkv-szektorban nyújt finanszírozást) kizárólag ilyen társaságokban szerez részesedést, mentesülhet az irányelv rendelkezései alól. Az alapok mérete tekintetében irányadó, hogy a Magyarországon jelenleg futó JEREMIE-alapok közül a legnagyobb alaptőkével létrehozott Finext Startup Kockázati Tőkealap jegyzett tőkéje is „csupán” 7,36 milliárd forint, amely gyenge forinttal számolva is bőven alatta marad a 100 millió eurós alsó korlátnak.

A szabályozások szintén közös jellemzője, hogy a kivételként megfogalmazott társaságok, így a kockázati tőkealapok sem mentesülnek teljes mértékben az új eljárásrend alól. Az Egyesült Államokban a szövetségi kormányzat teljes egészében a SEC-re bízta annak meghatározását,

hogy mi az a szolgáltatandó adatmennyiség, amely elegendő ahhoz, hogy az engedélyezési eljárás alól mentesült alapkezelők a pénzügyi rendszerek átláthatóságát ne gátolják. A SEC által hozott elfogadott szabályozás a szakma meglepetésére alig szűkítette az éves beszámolók és értesítési kötelezettséggel érintett adatok körét. Az elektronikusan is kitölthető nyomtatványok (*Form ADV*) több mellékletét is folyamatosan vezetni és aktualizálni kell, és az ezekért fizetendő költségtérítés is megegyezik a regisztrációra kötelezett tanácsadókra kirótt összeggel.

Az Európai Unió 61/2011/EU irányelve 3. cikk (6)c. pontja alapján az Európai Bizottság fogja megalkotni saját hatáskörében azokat a részletszabályokat, amelyek az irányelv hatálya alá nem tartozó alapkezelők tájékoztatási kötelezettségére vonatkozik.

Az Európai Unió Bizottsága 2011. október 12-én publikálta „A stabilitás és növekedés menetrendje” c. közleményét (COM(2011) 669), amelyben a fentieknek megfelelően fontos célkitűzésként jelölte meg az euro-övezet válságkezelésének és a Unió gazdasági növekedésének egyaránt részét képező elképzelést, amely szerint az Európai Parlamentnek és a Tanácsnak gyorsított eljárás keretében szükséges döntést hoznia a kis- és középvállalkozások kockázati tőkéhez jutását segítő program egyes előterjesztéseit. Ennek részeként kerül bemutatásra az európai kockázati tőke-alapról szóló javaslat is.

Az Európai Kockázati Tőkealap tervezete

A rendelet-tervezet (Bizottsági javaslat COM(2011) 860) gyakorlatilag a már meglévő, nemzeti szinten szabályozott kockázati tőkealapokon belül egy új, megkülönböztetett kockázati tőkealap-fajtát hoz létre, amely szupranacionális szinten szabályozott, és az Európai Értékpapír Hatóság által vezetett, nyilvános adatbázisban nyilvántartott jogi személy. A rendelet célja, hogy kizárólag azok a kollektív befektetési vállalkozások használhassák az európai kockázati tőke-alap kifejezést, amelyek a rendelet feltételének megfelelnek. Ők abban az előnyben részesülnek ezáltal, hogy az Európai Unió székhelyen kívüli tagállamai, mint fogadó államok nem írhatnak elő semmiféle követelményt vagy adminisztratív eljárást a minősített kockázati tőke-alapok forgalmazásával kapcsolatban, valamint nem köthetik a forgalmazást előzetes jóváhagyáshoz (rendelet-tervezet 15. cikk 2. pont) Így a bejegyzés székhelyének állama joga alapján bejegyzett, és a rendeletben előírtaknak megfelelően létrehozott európai kockázati tőke-alap és annak kezelője adminisztratív korlátozás nélkül forgalmazhatja eszközeit az Unió területén.

A kockázati tőke-alap akkor minősített kockázati tőke-alap, ha összesített tőke-hozzájárulásainak és le nem hívott tőkéjének legalább 70%-át minősített befektetésekké helyezi ki.

A minősített befektetés meghatározása takarja gyakorlatilag azokat a befektetéseket, amelyeket a rendelet kockázati tőkebefektetésként azonosít. Ezek tehát olyan saját tőke- vagy kvázi-saját tőke eszközök, melyet (1) minősített portfólióvállalkozás bocsátott ki, és a kockázati tőkealap közvetlenül szerzi meg, (2) minősített portfólióvállalkozás bocsátotta ki tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírra cserébe, vagy (3) minősített portfólióvállalkozás anyavállalata által kibocsátott olyan eszköz, amelyet a kockázati tőkealap a minősített portfólióvállalkozás által kibocsátott, tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírra cserébe szerzett meg.

A fenti definíciókból egyértelműen hiányzik az innovatív jellegre, vagy a növekedési potenciálra utalás, amely viszont a gazdasági szakirodalomban egyértelmű differentia specifikája a kockázati tőkebefektetésekké. A jogszabály meghatározásai így gyakorlatilag a tőzsdén nem jegyzett kkv-k teljes körét vonják a kockázati tőkebefektetések potenciális célcsoportjába.

Ha a fentiekkel párhuzamosan vizsgáljuk a korábban hivatkozott amerikai jogforrást, láthatjuk, hogy a SEC sem igyekezett szűkíteni a közgazdasági definícióknak megfelelően a céltársaságok körét. Az elfogadott szöveg szerint minősített portfólió-vállalkozás (*qualifying portfolio company*) az, amely (1) a befektetési időszak alatt nem nyilvánosan működő társaság (a szabályozott piacon nem jegyzett), (2) a befektetési időszak alatt, azzal összefüggésben nem ad, illetve nem vesz igénybe hitelt, és (3) maga nem befektetési társaság.

Az amerikai szabályozás a kockázati tőkealap befizetett tőkéjének 80%-át rendeli minősített társaságokba helyezni, vagyis a kockázati tőkealap tőkéjének 20%-a számolható el működési költségként, míg az európai tervezetben ez az arány 30%. A SEC által elfogadott definíciónak szintén része, hogy a kockázati tőkealap olyan részjegyekből áll, amelyek nem teszik lehetővé a visszaváltás lehetőségét (csak különleges körülmények között), míg az európai rendelet-tervezet ilyen szabályt nem tartalmaz.

Az európai kockázati tőke-alap szabályai között találunk több olyan előírást is, amely általában a kockázati tőkealapok szabályozására jellemző: ilyen például, hogy nem vesz fel kölcsönt, nem bocsát ki hitelviszonyt megtestesítő értékpapírt, illetve nem vállal garanciát.

A rendelet-tervezet a kockázati tőkealapba fektetők körét azonban szűkre szabja: a tervezet 6. cikke szerint az alapjegyek csak olyan befektetők részére forgalmazható, akik a MIFID-irányelv szerint szakmai ügyfeleknek minősülnek, vagy kérésükre szakmai ügyfélként kezelhetők, valamint azon befektetők, akik legalább 100.000 EUR befektetésére vállalkoznak kötelezettséget, de ez utóbbiaknál az alapkezelőnek írásban dokumentálnia kell, hogy meggyőződött arról, hogy a befektető tisztában van az ügylet kockázataival.

A kockázati tőkealap-kezelőre szigorú összeférhetetlenségi szabályokat tartalmaz a rendelet-tervezet. Ezek a esetkörök érintik a tőkealap-kezelőket, a tevékenységet ténylegesen ellátó személyeket, az ellenőrzést gyakorló és ellenőrzött személyeket, és az alap befektetőit is. A rendelet ezen felül csupán azt az alapelvet rögzíti, hogy az alapkezelőnek hatékony szervezeti és adminisztratív megoldásokkal kell biztosítaniuk, hogy az összeférhetlenségi követelményeknek megfeleljenek.

A rendelet részletesen szabályozza azokat a kérdésköröket, amelyekről az alapkezelőnek tájékoztatást kell adnia a befektetők felé (12.cikk). Azon országokban, ahol önállóan szabályozottak a kockázati tőkealapok, hasonló tájékoztatási követelményekkel találkozunk, illetve az előírások jelentős része szerepel a 2003/71/EK irányelvben előírt, az értékpapírok nyilvános kibocsátásakor vagy piaci bevezetésekor közzéteendő tájékoztatóban is. Ugyanakkor ezen irányelv hatálya alá nem tartoznak a zártvégű befektetési vállalkozásokon kívül a kollektív befektetési vállalkozások által kibocsátott jegyek, valamint azok a kibocsátások sem, amikor az értékesítés kizárólag „képesített befektető” részére történik.

A kockázati tőkealapok kezelőjének többlet-kötelezettségét az alábbiakban lehet összefoglalni:

- (1) a minősített kockázati tőke-alap kockázati profiljának ismertetése
- (2) a befektetési stratégia, cél és technika leírása, illetve az érvényes befektetési korlátozások mibenléte
- (3) az eszközértékelés módjának és árazási elveinek leírása
- (4) a befektetőkre terhelhető díjak, költségek meghatározása, kiszámításuk módszerei
- (5) azon eljárások leírása, amelyekkel a tőkealap megváltoztathatja befektetési stratégiáját vagy politikáját.

Az európai kockázati tőke-alap elsődleges felügyeleti szerve azon ország felügyeleti hatósága, amelyben bejegyzésre került. A székhely szerinti tagállam illetékes hatósága folytatja le az engedélyezési, nyilvántartásba vételi, felügyeleti és ellenőrzési eljárásokat. Ezen belül is különösen jogában áll a kockázati tőkealap kezelőjétől bármikor teljes körű tájékoztatást kérni (dokumentumokba való betekintés, haladéktalan adatközlésre való felszólítás), helyszíni ellenőrzést lefolytatni, illetve ellenőrizni a jogszabályoknak megfelelő működést. A rendelet-

tervezet ugyan a 19. cikk szerint a tagállamok hatáskörébe utalja a jogszabályellenes működés esetén alkalmazható eljárások és szankciók részletszabályai megalkotásának kötelezettségét, ugyanakkor a 20. cikk 2. pontjában az illetékes hatóság számára a következő intézkedési lehetőségek adóttak: megtiltja a az „európai kockázati tőke-alap” megnevezéssel való forgalmazást, illetve törli a kockázati tőke-alap-kezelőt a nyilvántartásból.

Összefoglaló gondolatok

Egy gazdasági pénzügyi-válságnak is lehetnek pozitív mellékhatásai. Esetünkben feltétlenül elmondható, hogy a kockázati tőkebefektetések lokális és globális szabályozása is egy ilyen mellékhatásnak tekinthető, noha az iparág és annak működése nincsen szoros összefüggésben a gazdasági válság okaival. Az Egyesült Államokból induló, de mára világszinten is kiemelkedően fontos tevékenységnek, a kockázati tőkebefektetéseknek sem a köre, sem az alanyai nem voltak pontosan meghatározottak, amely nem csak a szakirodalomban okozott nehézségeket, hanem a piaci szereplők körében is. A pénzpiaci szereplők és tevékenységeik 2010-11 folyamán megfigyelhető szabályozási trendjébe szervesen illeszkedik mind az EU mind az Egyesült Államok jogalkotó szervei által elfogadott, a kockázati tőkebefektetésekre, azon belül is a kockázati tőkealapokra és azok alapkezelőire vonatkozó engedélyezési és felügyeleti rendszer. Megállapítható, hogy a korábbi szabályozási hiátust orvosolandó az új eljárásrend bevezetését mindkét helyen számos egyeztetési forduló és szakmai vita előzte meg, amely egyben előre vetíti az elfogadott jogszabályok széles körű megalapozottságát. Annak ellenére, hogy az elfogadott jogszabályok, illetve tervezetek látszólag harmonizáltan vezetnek be az új felügyeleti rendszert, feltűnő különbség, hogy míg az Egyesült Államokban a regisztrációval összefüggő többlet-teher elsősorban az alapkezelőket, vagy befektetési tanácsadókat érinti, addig az EU inkább a kockázati tőkealap, mint vagyontőke szabályozását helyezi előtérbe. Az elfogadott jogszabályoktól a kockázati tőkepiaci szereplők joggal várhatják, hogy működésük átláthatóbb és a szolgáltatásokat igénybe vevők számára követhetőbb lesz, annak ellenére, hogy a tanulmány egyik konklúziója, hogy a terminus technicusok terén továbbra sincsen teljes összhang.

Felhasznált szakirodalom

Friedman, Jeffrey (szerk) 2011: What caused the financial crisis. University of Pennsylvania Press.

Glavanits Judit 2012a: A kockázati tőkebefektetések jogi fogalmának meghatározása. *Jog-Állam-Politika*, 4:(1) pp. 109-123.

Glavanits Judit 2012b: A kockázati tőkebefektetések egyes jogi aspektusai, PhD értekezés, Győr.

Paletta, Damian – Aaron Lucchetti 2010: Senate Passes Sweeping Finance Overhaul. *Wall Street Journal*. July 22, 2010.

Riser, R. Volney 2006: Disfranchisement, the U.S. Constitution, and the Federal Courts: Alabama's 1901 Constitutional Convention Debates the Grandfather Clause. *American Journal of Legal History*, 48 (3), 237–279.o.

Soros, George 2008: The new paradigm for financial markets: The credit crisis of 2008 and what it means. PublicAffairs, New York.

Stiglitz, Joseph 2009: The Current Economic Crisis and Lessons for Economic Theory. *Eastern Economic Journal*, 35(3), 281-296.o.

Wallison, Peter J. 2008: Causes and effects: Government policies and the financial crisis. American Enterprise Institute for Public Policy Research.